

シンガポール国家持株会社 Temasek 社における コーポレート・ガバナンス — 公企業(SOEs)の所有とガバナンスの関係を巡って —

中 村 み ゆ き

はじめに — 国家体制とシンガポール型ガバナンス

アジア諸国における経済発展は国家の開発独裁とも呼ばれるシステムのもとに達成されたと指摘されてきた。シンガポールにおいても、独立前 1959 年に Lee Kuan Yew 率いる一党独裁政権（People Action Party: PAP）が誕生し、中継貿易基地の経済的地位から短期間で産業構造の転換をはかり、高度成長を果たしてきた。その過程で、外資導入、その受容を可能にする教育制度とリンクした高度人材開発政策、インフラ整備、さらには自ら基幹産業を起こすなど強い国家の下での経済戦略を採っている¹。それは開発体制や国家資本主義と呼ばれる場合もあり、このような政治経済体制が経済発展にいかなる影響を与えたのかについて議論されてきている [岩崎 1994]²。また、こうした経済下では公企業（State Owned-Enterprises; 以下 SOEs）³ が一定の影響力を持つことが指摘されているが [OECD 2015]、近年多国籍化した SOEs が現れており、その役割が発展戦略の中で見直されている [IMF 2020]。

シンガポールの公企業は、独立後に急速な発展を志向するなかで基幹産業の育成や脆弱な民間部門を補完するものとして機能し、結果的に公的部門の肥大化をもたらした。1970 年代になると、多くの産業にまたがった寡占的地位にある公企業群を管理・管轄する国家持株会社（Temasek Holding Pte. Ltd. ; 以下テマセク社）が設立され、シンガポール型資本主義の様相が形成された。政府は、SOEs による不当競争や民業圧迫との批判もあり、1990 年代には肥大化したテマセク社の株式放出による民営化施策を取るようになったが、それにより新たな資本関係と所有構造が形成されるようになった。この点は公企業の影響力が大きい国にとって民営化は私的所有者の出現を意味しており、資本主義のあり方を見る上で重要な現象である。しかしながら、その所有の実態や意図、移転プロセスの詳細は国家の情報開示が少ないことから一部の解明に留まっている [中村 2004]。

近年、こうした SOEs が多国籍化してきている現状の中で、民営化した企業も含めてコーポレート・ガバナンスのあり方が重要になってきた。しかしながら SOEs は多くの場合、ガバナ

ンス改革には消極的であり、2015年 OECD は世界における SOEs の影響力に鑑みて『OECD 国有企業 SOE のコーポレート・ガバナンスガイドライン：2015年版』を公表した [OECD 2015]⁴。本稿で見ると、シンガポールは政府主導によるコーポレート・ガバナンス体制を進展させ、アジア諸国の中では比較的早い段階の取り組みが注目を集めた [中村 2017]。テマセク社は、“テマセキゼーション (temasekization)” と呼ばれる独自の経営手法が評価されており、またガバナンス体制構築の高い志向性 “テマセク・モデル” はアジア諸国への適用の可能性が注目されている [Chen 2016, Ng 2018]。一般に、公企業のガバナンス体制に関しては、法律や規制を民間部門に課す立場にある政府が所有する企業が、ガバナンス体制を構築できるのか、ということが常に議論される点である。また利益を生み出す経営組織体としては脆弱であり、多くの場合は非効率経営である。これらの点から、テマセク社のガバナンス体制のあり方は一つのモデル例として注目されている。

以上から、本稿ではシンガポール政府によるガバナンス制度の構築を跡付け、また SOEs である国家持株会社テマセク社を対象にして、コーポレート・ガバナンスで高く評価されている実態、つまり法律や規制を課す側面と競争下で利益を追求する側面を併せ持つ主体がどのようにガバナンス体制を構築できているのかという点を、政府との関わりを視座に入れて検証するものである。また欧米型モデルとは一線を画すアジアのガバナンスの模索は重要であり、シンガポールモデルを見ることからその一端の解明を試みたい。

1. 企業構成とコーポレート・ガバナンス対象企業：FB、PLCs、SOEs

シンガポールのガバナンスを論じる前に、ガバナンスに関わるシンガポールの企業構成を概観しておく。

まずシンガポールの会社法 (Companies Act) による会社形態⁵は、有限責任株式会社 (Limited Company by Shares)、非営利の保証有限責任会社 (Company Limited by Grantees)、無限責任会社 (Unlimited Company) がある。また有限責任株式会社には、公開株式会社 (Public Company Limited by Share)、非公開株式会社 (Private Company Limited by Shares, 私会社) があり、非公開株式会社には免除非公開会社 (Exempt Private Company; EPC) がある。

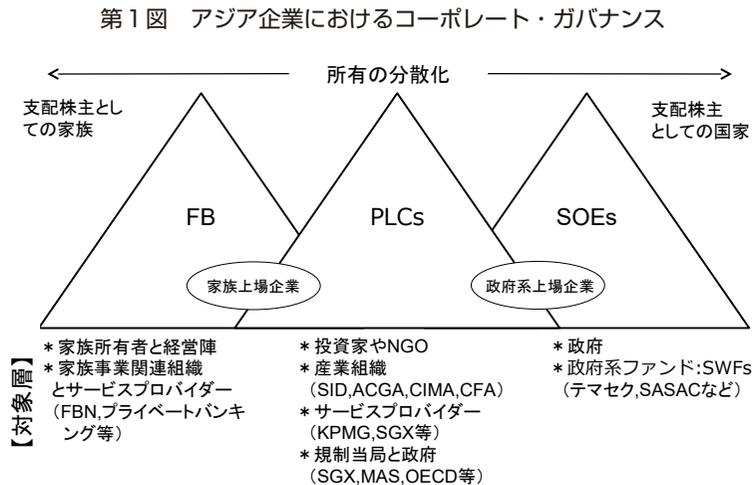
シンガポール企業構成数は、ACRA (Accounting and Corporate Regulatory Authority, 会計企業規制庁) 調査の統計によると、2020年1月時点で登録企業は518,395社、そのうち株式会社数357,051社が存在している⁶。2020年証券取引所SGX統計によると、上場企業数は670社 (2020年1月時点) であり⁷、これら上場企業が基本的にはガバナンス・コード対象企業となる。しかし上記数値からも分かるように、シンガポールでは株式会社形態の企業のなかで上場企業は少なく限定されている。特に留意される株式会社は私会社であり、この形態はシンガポールでは圧倒的に多く99%にも上ると言われ、考慮すべき重要な企業形態である [上田 2005]。私会社は、会社法では株主が自由に株式譲渡することが制限され、またその役員も50人以下に制限される

(会社法 18 条 1 項) と規定されており、シンガポールでは多様な企業組織体がこの形態を採っている。それには比較的大規模企業、同族・家族経営企業 (Family Business; FB) や国家持株会社であるテマセク社自体、またはその傘下企業 (Government Linked Companies; GLCs) なども多く存在する。

一般的にコーポレート・ガバナンスの取り組みは、Berle & Means (1932) が提起したように所有と経営が分離して経営者によるコントロールが情報の非対称性を生み出し、株主の利益を毀損するようなエージェンシー問題が生じる企業が想定されている。その問題解決においてガバナンス体制の構築が必要とされるのである。現実にはコーポレート・ガバナンスの対象となるのは所有の分散化が起こる上場企業 (Publicly Listed Companies; PLCs) であり、上場をしていれば、たとえ機関投資家や特定の投資家によってコントロールされる企業であっても同様に対象となる。

上記した特異な企業構成からもわかるように、シンガポール大学ビジネススクール・ガバナンス制度組織センター (以下、CGIO) によれば、シンガポールではコーポレート・ガバナンスの対象となる企業として、上場企業の他にも、政府関連企業 GLCs とファミリービジネスを含めた 3 つをあげている⁸。またこれはアジア企業に共通して見られる企業構造でもあり、第 1 図は所有の視点から見たガバナンスの対象となる 3 主体と、その関係を整理した概念図である [Chang 2016]。以下にそれぞれのガバナンスの関わりから見ていこう。

数の視点からシンガポールで中心的企業形態である同族・家族企業は、上場した場合でも創業者や家族メンバーが支配的株主として所有権を維持しながらも高いパフォーマンスを出す企業も多く、またあらゆる産業分野に亘って存在する [Dieleman 2011]⁹。しかしながら、ガバナンスの内部コントロールの視点から見ると、家族・同族企業は創業者が一定の持分を所有しながら経営権を掌握しているケースが多く見られる。所有と経営が未分離であるこれらのケースは、経



(出所) Chang, Sea-Jin (2016), "The Performance of SOEs in China: An Empirical Analysis of Ownership Control through SASACs", Presentation at SOE Roundtable on December 2016, NUS, CIMA, p.2 より作成。

営業務執行と監査機能を兼ねることが一般的にみられる現象であり、取締役会長と CEO 職能が分離していないことも多く見られる。家族・同族企業はその特徴により、ガバナンス改革の重要な指標であるコーポレート・ガバナンスコードが推奨している、取締役会の独立性を高める取締役会長と CEO の職能の分離の実施や代表取締役の権限の分化（Corporate Governance Code（Principle 3）；以下ガバナンス・コード）を実施することは容易ではない。しかしながら、逆に経営者と株主の支配が一致することによるエージェンシー問題が生じ難いことにつながる。また所有の集中は、長い期間の中で増資などの資本増強により分散化する傾向もあることから、創業からの時間の経過などを見る必要もあるが、今後検討する意義はあると思われる。

またシンガポール経済では、高い付加価値を生み出している政府政策の一環で基幹産業を担う政府関連企業（SOEs もしくは GLCs）¹⁰ や民営化した企業が企業規模の上では重要な位置付けにある。それは私企業の形態を採っているケースも少なからずある。しかしながらグローバルに事業を展開している SOEs の場合は、大規模企業（Big Cap）として基本的には SGX に上場している。実際にシンガポールでは、SIA、SingTel 社など GLCs は多国籍化して事業を展開し、かつ経済を牽引する主要企業であり、これらがガバナンス改革を牽引する役割も果たしている。つまり、これらの企業に対しては、SOEs とはいえ、上場により資本市場の規制による情報開示や個人、もしくは機関投資家による市場の圧力が生じることからも、ガバナンスの対応は必須の要件となると思われる。

OECD [2015] は、ガバナンスの根本的課題として、SOEs は政治的動機に基づいた干渉を所有者である国から受ける可能性があり、それは責任の所在や説明責任の欠如につながる、もしくは国が受動的で遠隔的所有権を行使する場合には、監督権の欠如につながるとしている。またエージェンシー問題に関して、SOE の業績の説明責任はエージェント（経営陣、取締役会、所有主体、省庁、政府、議会）の複雑なつながりの中に組み込まれ、そこに明確で容易に特定できるプリンシパルが存在しないか、遠隔的プリンシパルしかおらず、ガバナンス問題を生み出す要因となる、と指摘している。本稿ではこうしたプリンシパルとエージェンシーの見解を手がかりにして、シンガポールの SOEs、つまりテマセク社の GLCs を中心にガバナンスのあり方に関して検討をしていく。またシンガポールではガバナンス制度の構築は本稿で検討するように高く評価されているが、その背景に以上のシンガポール特有の公企業が牽引する企業構造があることを念頭に置く必要がある。

2. シンガポールにおけるガコーポレートバナンスの展開と調査

2.1 シンガポールにおけるガバナンス制度の展開

シンガポールのコーポレート・ガバナンスに関わる国家の取り組みはどのようなものであったのか、その発展の経緯の要点を振り返ってみよう。シンガポールでは、独立後に企業法制の最初となる会社法（Companies Act）が1967年に施行された。1973年には、それまでイギリス植民地下でマレーシアと共同運営されていた証券取引所が分離してシンガポール単体の取引所（Stock Exchange of Singapore; SES）となった。それと同時に証券業法（Securities Industry Act 1973）が制定され上場企業を監督し、投資家を保護する規制が整備された。またシンガポールでガバナンス改革の大きな契機となったのは1997年のアジア通貨危機である。危機後に金融庁（Monetary Authority of Singapore; 以下 MAS）は既存の経済・金融システムの見直しを行い、規制環境の整備を促した。その一つの流れとして、2001年最初のコーポレートガバナンス・コード策定、2003、4年コーポレート・ガバナンスを強化した会社法の大幅改正、2003年上場マニュアルにおける上場会社のガバナンス・コード実施状況に関する開示の義務化¹¹など実施され、アジア地域の中で比較的早い段階でのガバナンスへの取り組みとなった。シンガポールのガバナンス・コードに関しては、イギリスの統合コードを採用し、キャドベリー報告書の“comply or explain”原則に基づいて導入されたものであった〔中村 2017、林 2010〕。

その後2009年 SES は国際的金融先物取引所（SIMEX）と合併して、シンガポール取引所（Singapore Stock Exchange; SGX）として生まれ変わった。また SGX は投資家保護とガバナンス規制を強化し、2011年証券取引所上場規制（SGX-ST Listing Manual, associated Listing Rules）の変更を行った¹²。このように上場企業は会社法を中心に証券先物法（Securities and Futures Act, Cap289:SFA, 前の証券業法）、上場規制の遵守が要請されるようになった。さらに2005年、2012年とコーポレートガバナンス・コードの改訂とガバナンス強化の取り組みは続いた。これらのコードは、少数株主の保護、透明性の確保、取締役事項の改善（取締役会構成、独立取締役の任期、取締役の兼任など）という項目から構成され、特にシンガポールでは、インターコントロール型のガバナンス構築に影響を与えている。

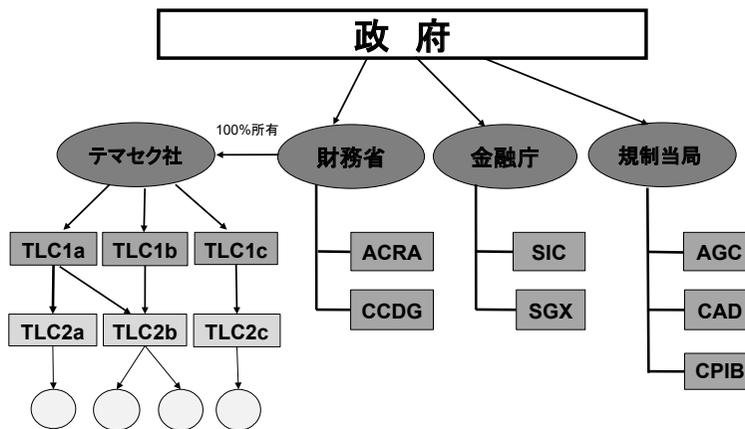
その後の2014年修正会社法の制定は、アメリカのサーベンス・オクスレー法とドッド・フランク法の影響を受けたものであった。シンガポールでは、歴史的に幾つかの金融不祥事を経験してきたが、例えば1985年 Pan-El 証券事件や1995年イギリスのベアリング商会先物取引事件など経験したことにより、内部監査や内部統制の強化を図る会社法の改正、先物取引法など新たな法律制定につながってきた〔Koh & Yip 2018, p.201〕。その後、企業会計規制庁（ACRA）、取締役協会（SID）などのガバナンスを規制・啓蒙する機関が設立されている。これらの機関は、シンガポール大学ビジネススクールとともに、次節に記述するシンガポール企業のガバナンス・プラクティスに関する実態を検証している。

2011年 SGX はサステナビリティ報告ガイド（Guide to Sustainability Reporting for Listed

Companies) を発行、2017 年会計年度より ESG 事項の開示を義務づけた“コンプライ・オア・エクスプレイン”ベースのサステナビリティ報告書の強化を実施している。また 2016 年、イギリス、日本に遅れて、スチュワードシップ原則 (Singapore Stewardship Principle) が導入されている。

以上、会社法、コーポレートガバナンス・コード、上場規則の 3 点はシンガポールのガバナンス体制を支える重要な法規・規則である。第 2 図は以上のようなコーポレート・ガバナンスの体制を構築する関係省庁などの組織と本稿の分析対象となるテマセク社との関係を示している [Mak 2006]。

第 2 図 テマセク社とガバナンスにおける政府の役割



(出所) Mak Yuen Teen(2006), “Corporate Governance of SOEs; Singapore Perspective”, OECD より作成。

(注) 略字は以下の通り。

TLCs (テマセク社関連企業) : Temasek-Linked Companies, 会社法の監督庁

ACRA (会計企業規制庁) : Accounting and Corporate Regulatory Authority

CCDG (企業開示ガバナンス審議会) : Council on Corporate Disclosure and Governance, 情報開示とガバナンスガイドラインの設定機関

SIC (証券業審議会) : Securities Industry Council ,MASの諮問機関

SGX (証券取引所) : Singapore Exchange

AGC (司法長官室) : Attorney-General Chambers

CAD (商務部) : Commercial Affairs Department

CPIB (汚職調査室) : Corrupt Practices Investigation Bureau

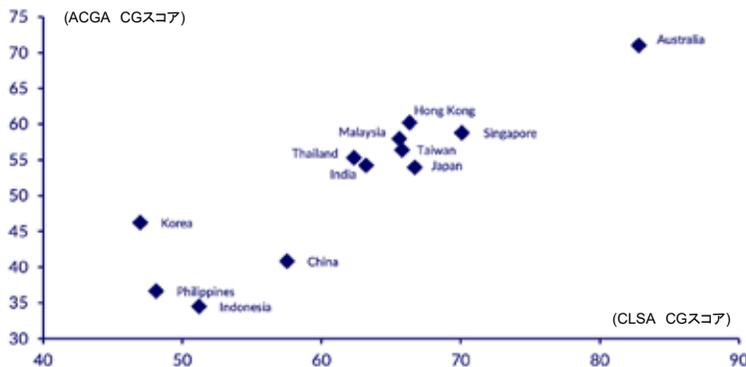
2.2 シンガポールのコーポレート・ガバナンスの調査

シンガポールのガバナンス研究に関しては、CLSA（大手投資会社）と香港 ACGA（アジアコーポレート・ガバナンス協会）による共同調査 Corporate Governance Watch がある [CLSA 2018]。同調査は、2年に一度実施されるアジア 12 カ国・地域における 1047 社のガバナンス達成度の実態調査であり、以下に見るように包括的な調査内容となっている。調査項目は、①政府、公的機関のガバナンス、②規制当局、③コーポレートガバナンスに関するルール、④上場企業のガバナンスの状況、⑤投資家、⑥監査人、監査人の監督機関、⑦市民社会、メディアの 7 カテゴリーであり、詳細な項目は 121 に上っている。直近では、2018 年に調査と報告書の発行がなされている。これによるとシンガポールのランキングは 2 位という結果であり、1 位の香港に次いでいる¹³。前回の調査から香港とシンガポールの順位が入れ替わり、これまでアジア地域の首位にランク付けられていたシンガポールは、近年様々な調査で若干の低下傾向にあることが懸念されている¹⁴。同報告書ではその理由としての分析結果を公表している。近隣のアジア諸国が軒並みガバナンスの強化に着手し始めたこともあるが、同報告書では、要因の一つに 2018 年半ばのクラス株式（DCS）の導入が少数株主権利の棄損につながる点を指摘している¹⁵。

第 3 図は、上記 CLSA と ACGA 調査のスコアを対比した CG スコアである。シンガポールのガバナンスの取り組みは、オーストラリアを除くアジア地域のなかでは高いスコアを獲得している。

また、シンガポールのガバナンス指標として、CGIO による調査がある。CGIO は MAS の要請により、2010 年シンガポール国立大学ビジネススクール、オーストラリア会計監査会（CPA Australia）とシンガポール取締役協会（Singapore Institute of Directors; SID）が母体となり、組織のガバナンス研究を行う目的で設立されたものである。同調査は 2011 年より ASEAN 6 カ国（OECD コーポレート・ガバナンス原則に対応した国）で開始され、10 年間の研究蓄積を有している。証券取引所上場企業の時価総額上位 100 社を調査し、第 4 図のように個別企業のガバナンス透明度指数（Singapore Governance & Transparency Index; STGI）を公表している¹⁶。同

第 3 図 CLSA と ACGA の対比による CG スコア



(出所) CLSA (2018), *Corporate Governance Watch 2018 Hard Decisions: Asia Faces Tough Choices in CG Reform*, December 2018, p.5.

スコアカードは二段評価となっている。第一レベルでの評価方法は、①株主権利（10ポイント）、②株主の公平な扱い（10ポイント）、③ステークホルダーの役割（15ポイント）、④情報開示と透明性（25ポイント）、⑤取締役会の義務（40ポイント）と各項目をベーススコアとしてポイント化（最大100ポイント）し、第二レベルではグッドプラクティス（Bonus）と問題点（penalty）を加算（最大43ポイント）して総合点（最大値143ポイント）が算出される¹⁷。

第4図は2020年STGI個別企業のランキング（上位20位抽出）であり、1位SATS社、2位シンガポールテレコム社（Singapore Telecommunications; SingTel）、3位City Developments、4位キャピタランド社（CapitaLand）、4位シンガポール開発銀行（DBS Group Holdings）、6位ケッペル社（Keppel Corp）、7位シンガポール証券取引所（Singapore Exchange; SGX）、8位セムコープ社（Sembcorp Industries）、9位OCBC銀行（Oversea-Chinese Banking Corp.）、10位UOB銀行（United Overseas Bank）となっている。下線部の企業は政府関連企業（GLCs）であり、網掛け企業はテマセク関連企業である。

因みに、2018年同調査によると、1位シンガポールテレコム社、2位キャピタランド社、3位シンガポール開発銀行、4位はシンガポール証券取引所、5位UOB銀行となっている。これ

第4図 SGT インデックス(ガバナンス・透明度指数) 個別企業ランキング 2020年(全産業)

2020年 ランク	企業名	ベース スコア	加算	2020年 SGTスコア	2019年 SGTスコア	2019年 ランク
1	SATS	97	34	131	115	6
2	SINGAPORE TELECOMMUNICATIONS	96	32	128	129	1
3	CITY DEVELOPMENTS	91	34	125	117	5
4	CAPITALAND	92	31	123	122	3
4	DBS GROUP HLDGS	91	32	123	125	2
6	KEPPEL CORP	97	25	122	100	21
7	SINGAPORE EXCHANGE	96	25	121	121	4
8	SEMBICORP INDUSTRIES	94	24	118	115	6
9	OVERSEA-CHINESE BANKING CORP	91	23	114	115	6
10	UNITED OVERSEAS BANK	92	21	113	111	9
11	SINGAPORE PRESS HLDGS	90	22	112	110	10
12	SINGAPORE POST	86	25	111	91	32
13	COMFORTDELGRO CORP	92	18	110	103	14
13	MICRO-MECHANICS (HLDGS)	85	25	110	101	17
15	DEL MONTE PACIFIC	83	26	109	104	13
16	VICOM	80	27	107	101	17
17	PERENNIAL REAL ESTATE HLDGS	89	17	106	100	21
17	SBS TRANSIT	83	23	106	87	40
17	TUAN SING HLDGS	84	22	106	106	11
20	GLOBAL INVESTMENTS	81	24	105	106	11

(出所) CGI, "Governance and Transparency Index 2020 — General Category 2020", 4 Aug. 2020. より作成。

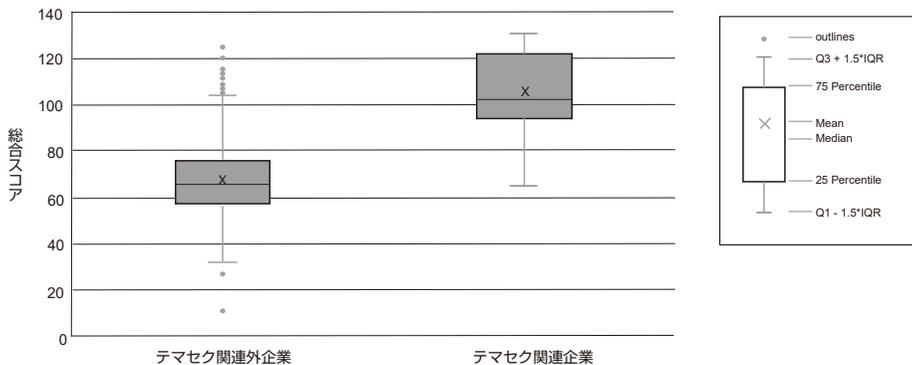
(注) 同表ランキングは上位20社を抽出している。また、網掛け企業はテマセク関連企業を指す。

は1～3位企業までがテマセク社の傘下企業である。また2016年調査では1位シンガポールテレコム社、2位にシンガポール開発銀行、3位はシンガポール証券取引所、4位はキャピタランド、5位はケッペル・コーポレーションである¹⁸。全てGLCsであり、1、2、4、5位企業がテマセク社の傘下企業である。上位ランキングの常連であるGLCsやテマセク社傘下企業はシンガポールでのコーポレートガバナンスの主導的役割を担っていると思われる。

テマセク社によってコントロールされている関連企業（Temasek Linked Companies; TLCs）は、SGXに上場している他の企業と比較するとより高いガバナンス水準を保持しており、例えば独立取締役の高い比率や会長とCEOの分離など、特に取締役会項目の取り組みには積極的であるとの指摘がある〔Chen 2016, p.311〕。また第5図〔Temasek-Linked Effect〕は、上に記述したCGIOによるSGTIスコア調査から分析したTLCsとTLCs以外の企業（Non-TLCs）におけるガバナンスの統計分析である。同図からTLCsはTLCs以外の企業より平均的に高いスコアであることが分かる。TLCs以外の企業は、外れ値も20以下から120以上まで広く、統計的ばらつきが大きい〔Loh 2020〕。また上場しているTLCsがそれ以外の上場企業よりも高いガバナンスの取り組みをしているという同様の結果が幾つかの研究で示されている〔Puchniak & Lan 2017, pp.37-38, Sim et al. 2014, p.8〕。

さらに証券投資家協会（Securities Investor Association Singapore; SIAS）は、上記CGIOと共同で行った調査報告書“Corporate Disclosure in Business Integrity in ASEAN”を2年おきに公表している〔SIAS 2020〕。これはアジア5カ国の証券取引所に上場した上位50社において、情報開示レベル、インテグリティ経営の実践や腐敗防止の項目から検証したガバナンス調査である。本調査では、他のASEAN諸国のガバナンスの改善が著しいこと、また情報開示事項が後退したことからシンガポールは3位となり、前回調査よりランクを落としている。しかしながら、総合的に見てシンガポールのガバナンスは高く評価されていることが見て取れる。

第5図 テマセク関連企業（TLCs）のガバナンス・スコア



〔出所〕 Lawrence Loh (2020), “Corporate Governance in an Era of Extreme Risk: Performances and Preparedness”, *Findings of the Singapore Governance and Transparency Index 2020*, Singapore Governance and Transparency Forum, 4 August 2020, p.16 より作成。

3. テマセク持株会社と傘下企業（TLCs）の形成と政府の役割

3.1 シンガポール・モデルの形成と発展プロセス

シンガポールの法定機関（Statutory Boards）と政府系企業の傘下に入る子会社・関連会社を政府関連企業（GLCs）、またテマセク国家持株会社の子会社・関連会社はテマセク関連企業（TLCs）と呼ぶ。先にも触れたが政府が経済開発において政治の力を一元化し主導的役割を果たす体制を「開発独裁」や「開発体制」とも呼び、ASEAN 諸国では、それによって短期間で高度な経済発展を遂げる例が多く見られる¹⁹。シンガポールにおいては、独立前後期の開発体制のなかで Lee Kuan Yew 政権がアジアでは類を見ない、安定的政権を築き上げ、強力に経済・産業政策を打ち出してきた。また産業振興において、政府は政治的動機付けによる企業の形成を企図せず、長期的利益の最大化を目指す利益ベースの企業を形成した。また自ら企業家としての役割を持ち、民間が補えない投資リスクを負担する形で発展の道筋を開いてきた [Puchniak & Lan 2017]。

本節では、政府主導での徹底した商業ベースで公企業を形成し発展をしてきた例として、世界的に評価されるようになったテマセク社を政府の関わりの視点から見ていこう。

テマセク社は、1974年に財務省が株主として100%出資し、政府系企業35社を管理するために設立された国家の持株会社である。独立後の経済発展政策として、政府はテマセク社を通して基幹産業の育成や幼稚産業への投資を行うことで、多岐にわたる産業分野の企業の投資家としての役割を担った。従来、東南アジア地域の中継貿易港として発展してきたシンガポールは、独立直後は本来民間部門が担うべき製造業やインフラ企業が育成されていない状況であった。そのため政府はその補完的役割を果たすため、経済開発局（EDB）などの政府機関から分社化する形で、もしくは新規企業として設立する形で次々と企業を設立した。それは通信・メディア、金融、造船・海運などの重工業、港湾・住宅、エネルギーのインフラ、空輸・鉄道などの基幹的産業分野に跨っていた [中村 2004]。

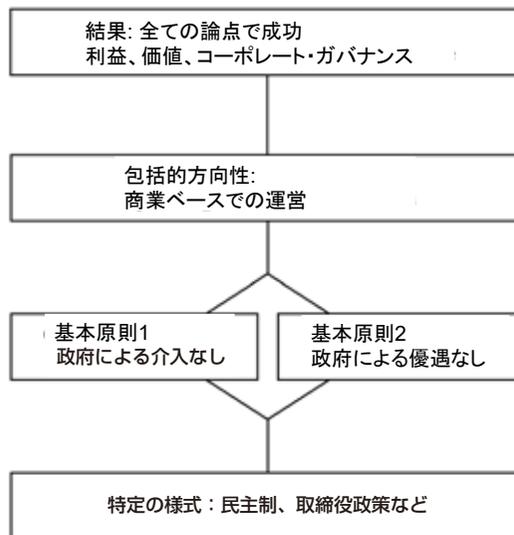
テマセク社の設立に関しては、政府は企業を設立・運営する過程において、所有者と規制者という2つの役割が矛盾することに気づき、この解決のための設立であったとの指摘がある [Ng 2018]。

その後、テマセク社は増加してきた政府系企業を、子会社や関連会社（GLCs）として整理して階層的に傘下に置き、結果的には600社を超えるコングロマリット型の企業グループを形成するようになった。このGLCsは民間企業と同じ会社法を根拠にする株式会社として設立される。その組織形態は、有限責任株式会社の公開株式会社、もしくは非公開株式会社（私会社）として設立されている。しかしテマセク社自体はシンガポール憲法にも依拠して事業を行っており、第5計画機関（Fifth Schedule Entity）として積立金が保護され、会社法のもとでMAS長官の判断により財務情報開示が免除非公開会社とされている²⁰。またこのテマセク社は後述するよ

うに SGX 上位の企業を多数所有し、それら GLCs は高 ROE、ROA を実現するなど経済パフォーマンスも高い。このような徹底的利益主義で運営をするテマセク社は SOEs として他の国とは異なる顕著な特徴を有している。その経営上の信条とは政治的圧力からは切り離された商業主義を維持していることである。それを支える 2 つの特徴として、政府の“介入せず”“優遇せず”を基本軸にしていることであり、これは「テマセク・モデル (Temasek Model)」と言われている [Ng 2018, pp.221-225]。“介入せず”に関しては、政府はテマセク社取締役会の任命も含め、経営者の人事や事業への意思決定などに対して介入を行わないことを意味している。またテマセク社は GLCs に対して、取締役の任命は実施するが、日々の業務には介入しない [Temasek 2020]。また“優遇せず”の方針は、テマセク社や TLCs への何らかの政治的優遇措置はないことを意味する [MOF 2008, Sim et al. 2014, p.27]。第 6 図は、テマセクモデルを図示したものである。元来、テマセクモデルが成立する背景には、民主的な法制度や企業制度の基盤が存在する。それは、テマセク社傘下の GLCs は会社法に基づいて設立され、それに準拠して運営されることに示されている。また政府による干渉や優遇策は徹底的に排除され、透明性の高い利益ベースの運営がなされている。これによって高い収益性を実現した企業は上場や場合によっては民営化政策が採られ、そこには高いガバナンスの構築が要請される。このように国家的枠組みの中で実現しているガバナンス体制であると言え、一般的な公益目的や社会政策上で設立される SOEs と異なる特徴を有していることが、この図から解釈できる。

世界において、政府が直接的、間接的に所有する企業のことを SOEs と呼ぶ。先進国や新興

第6図 テマセク・モデル



(出所) Wei Jie Nicholas Ng (2018), "Comparative Corporate Governance: Why Singapore's Temasek Model Is Not Replicable in China", *INTERNATIONAL LAW AND POLITICS*, Vol.51, p.221 より作成。

国でグローバル化して資本を拡大している企業も多数あり、その影響力は小さくはない [OECD 2015]。シンガポールでも、こうした SOEs を意味する GLCs の経済的価値は大きく、シンガポール経済を支える主体となっている。また、それはシンガポールで SOEs でなく、あえて GLCs を用いることと無関係ではないことが指摘されている²¹。第7図は SGX に上場した企業 (Big Cap) 上位 20 位までのリストであるが、その中でテマセク TLCs (GLCs) は7社に上っている (網掛け部分の企業) ことから裏付けられよう。

近年、テマセク社は国際金融市場において影響力のある公的な投資機関として認識されている。国内企業の投資を主に行っていた政府持株会社からの変容は、2004年 CEO に就任した HoChin 氏による投資戦略の変化によるところが大きい²²。この後に投資ファンドとしての性格を明確に打ち出して、世界の金融市場の中では外貨準備金や年金基金などの積極的運用などで注目を集めるようになった政府系ファンド (Sovereign Wealth Fund; SWFs) の一つとして変貌している²³。また SWFs は国家資産を運用する意味からも情報の開示は進展せず、投資の不透明性が問題となっているが、テマセク社は世界でも情報開示レベルが高いことから透明性が高いと評価されている [SWFI 2020]²⁴。

第7図 シンガポール企業時価総額 (2020年12月31日時点)

ランク	会社名	時価総額 (百万Sドル)
1	DBS Grp	64499.6
2	JMH USD	55664.3
3	Prudential USD	51500.4
4	OCBC Bank	45030.1
5	UOB	38039.7
6	Singtel	37720.5
7	JSH USD	36976.6
8	Wilmar Intl	29775.8
9	ThaiBev	18460.0
10	Top Glove	16401.9
11	IHH	16062.3
12	CapitaLand	14493.6
13	CapLand IntCom T	13976.8
14	HongkongLand USD	12871.3
15	SIA	12743.9
16	Ascendas Reit	12277.8
17	ST Engineering	11927.6
18	Genting Sing	10443.5
19	Singapore Exchange	9944.8
20	Keppel Corp	9804.9

(出所) The Business Times, "STOCKS".
[<https://www.businesstimes.com.sg/stocks/market-capitalisation>]

3.2 テマセク社の投資機関としてのガバナンス

企業の考え方やあり方は、ガバナンス体制を理解する一つの視点となりうると思われることから、テマセク社公表の投資家資料（Temasek 2020a, 2020b）から見ていこう。

上記資料によれば、テマセク社は長期的投資リターンを目指すインベストメント・カンパニーであり、またアセットオーナーとして機関投資家の役割を果たすと言及している。また投資を行う企業として、100%商業的に操業されていること、政府政策を実施する政府部門と商業的資産の運用部門とは切り離していること、シンガポール会社法のもとで設立されていること、取締役会で選出された専門的投資チームを擁していること、投資と事業の意思決定に政府は関わらないこと、政府はテマセク社の負債を補償しないこと、また株主への配当金を公表すること、と記載している。ここから、他の公企業が政府からの自律性や経営の非効率性が常に問題となることと比較すると、政府とテマセク社は明確に切り離なされていること、また他の民間投資企業と変わらない商業ベースでの運営が基本的理念となっていることが窺える。

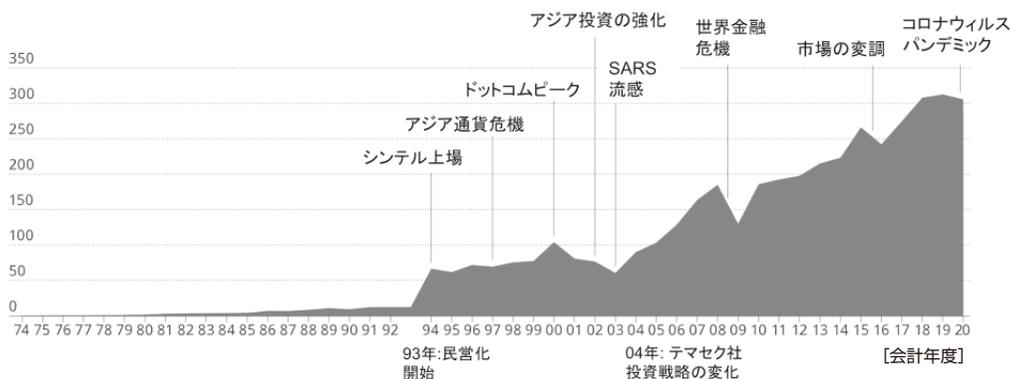
運用機関としての考え方を見てみよう。Chen [2016, p.312] によれば、SWFs は経営者モデルと投資家モデルの2種類のタイプに分類できるが、テマセク社は積極的投資戦略を持つ投資家モデルとして位置付けている²⁵。各国 SWFs による投資戦略は、政府の投資資金の性質に応じた運用の方法がある。一般的に年金基金や外貨運用の SWFs は保守的な運用目的を持つが²⁶、テマセク社は後述の投資収益率に見られるように、明らかに積極的投資リターンを目指す投資主体である。また政府は政策立案者や規制監督者としての役割と投資家の役割を分けており、そのことで政府特有の役割を持つ SOEs として矛盾をしない形で事業を運営している [Chen 2018, p.313]。

テマセク社は受託者責任を持つ運用者兼アセットオーナーとしての位置付けを「テマセク社憲章 (Temasek Charter)」²⁷ のなかで、述べている。それは、“Temasek is an active investor and shareholder (テマセク社は積極的投資家であり、株主である)”、“Temasek is a forward looking institution (テマセク社は将来を見据えた機関である)”、“Temasek is a trusted steward (テマセク社は誠実な資産管理者である)”の3点である。さらに見ると、投資会社として商業原則に則った資産運用を行うこと、個人・機関投資家として、Temasek Value に沿ったインテグリティ経営を行う、健全なガバナンスの実施を発展させるためにステークホルダーと関わっていく、と言及している。受託者責任、誠実性や健全なガバナンスを打ち出し、民間の投資機関と変わらないガバナンスの方向性が見える。

さらに SWFs としてのガバナンスにも触れ、SWFs の投資原則であるサンチャゴ原則 (Santiago Principle) を遵守すると記載されている²⁸。テマセク社は免除非公開有限責任株式会社（私企業）として、監査と財務情報の開示を免れており、公開企業同様のガバナンス規制は課されない立場である。しかし、自主的に商業ベースでかつ誠実な投資家として投資選定基準やリスク・リターン分析にも踏み込み対外的な情報開示を実施している。他国の SWFs の中では、その透明性は抜きん出ている。

テマセク社の運用状況を見ると資産規模は1000億シンガポールドル（以下Sドル）で、その収益源は傘下企業の投資・売却における売却益、配当・上場収益、負債（社債、Euro-CP、借入）である。運用資産においては、CPF（年金）資産、政府余剰金、外貨準備金の政府資金は含まれず、主に上記の収入源を原資としている [Temasek 2020a, p.17]。政府資金とテマセク社運用資産を明確に立て分けていることが窺える。第8図は設立1974年以降の運用資産額である。1993年以降民営化を推し進め、グローバルに事業を展開するシンガポール・エアラインやシンガポール・テレコムなどTLCs（GLCs）の上場が転機となって資産が急増していることが分かる [Temasek 2020b, p.12]。

第8図 テマセク社設立以来のポートフォリオ累積額（資産運用額） 単位:10億Sドル



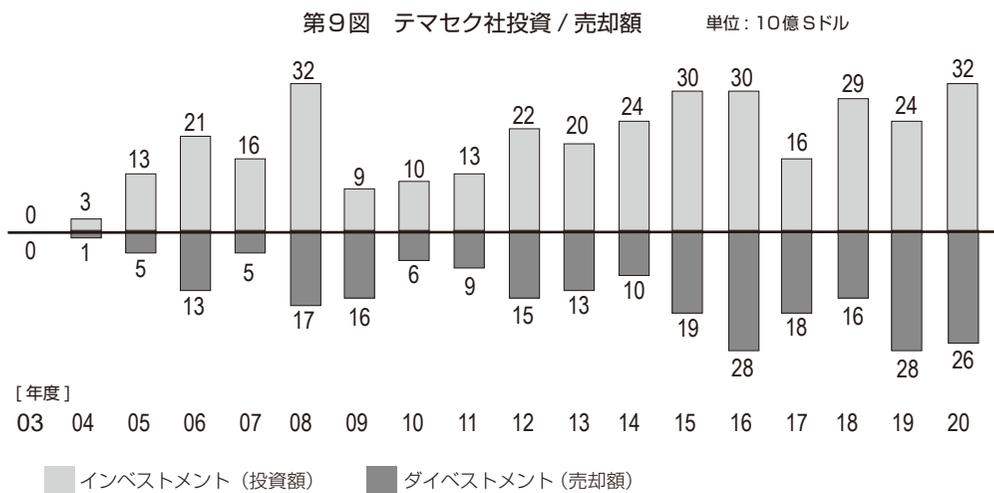
(出所) Temasek Holdings (2020), Temasek Review

[<https://www.temasek.com.sg/en/what-we-do/ins-outs-temasek>] より作成。[2020.12.25]

またテマセク社は投資機関として、約3000億Sドル（2021年1月時点）のポートフォリオ額を保有している。第9図は投資/売却額の推移である。テマセク社は詳細な投資/売却の個別案件を全面的には公表しておらず、詳細を把握することには限界がある。しかし主要企業に関してはテマセク・ポートフォリオとして産業別に公表されている。また第9図でみるように運用においては、アジア通貨危機やサブプライム債問題など様々な経済イベントにより経済戦略の見直し（リバランス）が随時なされることが会社年報で報告されている。2020年は320億Sドルの投資、260億ドルの売却を実施している。それらの運用の結果は、期間別株主収益率（TSR）を示した第10図から確認できる。平均株主収益率（TSR）は投資理論に見るように長期になるほど収益は上がるが、40年間で14%と高収益を実現している。

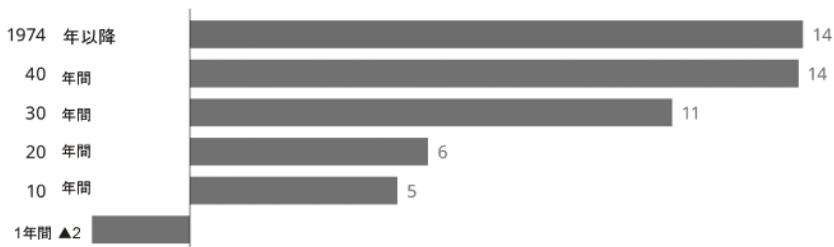
以上の検討から、テマセク社は会社の性質を3つの時期に区切ってみる事が可能である。シンガポール政府は、1970年代にテマセク社をGLCsを管轄する持株会社として設立した。当初は民間部門を補完する多くの国内企業を中心に投資を行いコングロマリットの企業集団を形成し

た。しかし第8図にみられるように1990年代初期に民営化を開始し、内外の企業の積極的投資をする一方で、民営化による株式放出も戦略的に行い事業リストラクチャリングを推し進めている。その後2000年代初期にはグローバルな投資戦略により投資会社としての性格を押し出すようになった（第8、9図参照）。一般的には、SOEsは公的事業者であるが故に非効率であることが指摘されるが、テマセク社はその時の事業内容に合わせて政府による綿密な戦略のもとに徹底した利益ベースで高収益を実現している。以上、資料から窺えるテマセク社の企業のあり方を見ると、商業ベースであれ、公的主体に変わりない投資機関が資本市場において投資運用を行う場合のガバナンス問題やベストプラクティスのあり方を重要視して対応していることが窺える。



(出所) Temasek Holdings (2020), Temasek Review [<https://www.temasek.com.sg/en/what-we-do/ins-outs-temasek>] より作成。[2020.12.25]

第10図 期間でみた株主収益率 (TSR) 単位：%



(注) 1年間 TSR は -2.28%。

(出所) Temasek Holdings (2020) Temasek Review [<https://www.temasek.com.sg/en/what-we-do/ins-outs-temasek>]
<https://www.temasek.com.sg/en/what-we-do/ins-outs-temasek>] [2020.12.25]

4. テマセク社のコーポレート・ガバナンス

4.1 SOEsにおけるエージェンシー問題

Jansen & Meckling [1976] により提示された株主と経営者の間のエージェンシー問題とは、ある権限を委託するプリンシパル（依頼人）と委託されるエージェント（代理人）の契約関係において、二者間で利害対立が生じることである。企業のコーポレートガバナンスにおいては、所有と支配が分離している状況下で経営を委託するプリンシパル（株主）と委託されるエージェント（経営者）との間で利害対立が起こることである。つまりエージェントが組織内での優位な立場を利用してプリンシパルの情報の非対称性など限定合理性につけこみ、自己の利益を優先させるという問題である。SOEsのガバナンスに関する問題点として、所有者である政府の関わり方により責任の所在、説明責任や監督権の欠如などが生じる [OECD 2015]。SOEsのエージェント・プリンシパルは多様なエージェント（経営陣、経営者としての官僚や政治家など）が存在していること、また政府、省庁のほかにも究極的所有者としての国民など明確なプリンシパルが特定し難く、ステークホルダーも加わり複雑な点がある。またSOEs当事者間の利益相反は多様なエージェントがそれぞれの目的のもとに、経済利益以外の経営上の意思決定を行うことから生じると考えられる。この点に関して、Sim et al. [2014, pp.10-11] は、民間企業と対比したSOEsのエージェンシー特有の問題点をあげている。(1) 国家支配のSOEsの目的は規制や福祉まで多様で矛盾があり、多くの利害が対立して経営者や取締役の説明責任に問題がある、(2) 民間企業と同様の経営者の利己的行動が生じた場合、そのエージェントである政治家や官僚は、多くのケースで質的に劣る経営者である、(3) 市場の原理や監視が欠如していることから情報開示レベルが低い、の3点である。

これまで政府との関係性を視角にしてテマセク社のガバナンスのあり方を見てきたが、「テマセクモデル」には以上のSOEs特有のエージェンシー問題は浮上せず、他国のSOEsとは一線を画す特徴を有している。近年、テマセク社のガバナンス体制も含めたSOEsとしての運営方法は他国のモデルとして評価する研究も出てきている。本節では、シンガポール型SOEsのガバナンスの進展を見ていく上で、テマセク社と国家（政府）、GLCsとの関わり、また独立（社外）取締役導入を含めた取締役会のあり方について、ガバナンスコードとOECDのSOEsガバナンスガイドラインを手掛かりに見ていこう。

4.2 テマセク社と国家、GLCsの関わり

テマセク社にとって株主は100%を所持する財務省（MOF）である。財務大臣は政府（大統領）により任命されることから、究極の支配者は政府である。しかしながら、先の節で検討したように、シンガポール憲法のもとに、過去の積立金の保護以外はテマセク社の運営に大統領も政府も関与しない立場をとっている [MOF 2008, p.8]。

その株主（MOF）との関わりを企業年報 [Temasek 2020a] から見ると、テマセク社は株主に対して説明責任の義務があり、配当支払いと収益に対する税金支払いを通して国家財政に寄与する。前述の通りテマセク社は免除非公開株式会社（私企業）としては財務情報などの公開を免れているが、2004 年以降、グループ連結決算やポートフォリオ収益などを含む対外的な情報提供を実施している。また定期的に国際的監査会社により監査が行われ、株主に対して報告されている。OECD の SOEs ガイドラインでは、SOEs は高度な透明性基準を満たし、上場企業に適用される高い会計、開示、コンプライアンス、監査基準の対象となるべき [OECD 2015]、と情報開示することを推奨しているが、テマセク社は SWFs 透明性調査においても高く評価されている²⁹。

またテマセク社の株主である MOF は所有者である大統領に対し説明責任を持ち、国民資産や積立金に対してテマセク社の運用資金は独立した管理を行うが、テマセク社の過去の積立金を国家財源に充てる場合は大統領の認可が必要となる（許可なく取り崩しはできない）。MOF はテマセク社に対して、株主として株主権利である CEO の任命、退任、また取締役の任命、再任、退任を指名する権利をもち、これは大統領認可のもとに施行されている。テマセク社取締役会は、大統領に対し投資の売買に関して説明責任を持つ [MOF 2008]。

しかし、基本的にはテマセク社は大統領、MOF、政府から日々の経営の関与は為されず、また他国の SOEs のように社会的目的と商業的目的の矛盾に直面することなく、ポートフォリオマネージャーとしての運用・投資の役割（長期的利益の最大化を目指すアクティブ投資家）、また国家の持株会社としての重要な役割を商業ベースで果たしている。

テマセク社の GLCs に対する関係は、株主の役割としてパフォーマンスを適宜監視することであり、それに関して財務大臣、大統領に説明責任を果たすことである。また GLCs には健全なガバナンス体制を敷くように推進することである。また GLCs は投資した時期により階層を形成しており、テマセク社初期に傘下に入ったシンカポール・エアラインや BDS などの企業は中核企業として位置づけられ（first tier）、またその下に関連企業、子会社（second, third tier）を所有して階層的な所有構造が形成されている [中村 2004]。こうした GLCs の階層の中で、親会社と子会社間の取締役会は内部ネットワークを持っており、そのなかで情報の交換や企業戦略が推進されている [Sim et al. 2014, p.8]。こうした企業間において、シンガポールでは異なる大臣や官僚間で自身の経営権をめぐる生じる内部エージェントの対立は回避されている [Sim et al. 2014, p.25]。

さらにシンガポール政府は、GLCs への経営に関与せず、また GLCs に対する特別な優遇や補助を行わないことを公表している。一方で民間部門の企業と同様に市場での競争を期待する、としている [MOF 2008]。テマセク社は GLCs に対してリーダーシップを持った有能な取締役の構築、独立非業務執行取締役を取り込んだ独立した取締役会、会長と CEO の分離を提唱するなど、ガバナンスの強化を推進している [Chen 2016, p.368]。この政府やテマセク社の GLCs に対する姿勢は、一般的に指摘される SOEs のガバナンス問題とは異なる重要な特徴である。

4.3 テマセク社における取締役の現状

コーポレートガバナンス評価をする基準は、例えば、取締役事項として社外取締役の数やその能力、経営執行と監督権の機能を分ける会長とCEOの分離、そのほかにも任命や経営者報酬を決定する委員会の設置、内部統制の仕組みづくりや情報開示のあり方など、様々に存在する。

会社年報 [Temasek 2020a] によれば、テマセク社はコーポレート・ガバナンスに関して、取締役会を民間企業レベルに合わせて運用することに言及し、次の三点、①ガバナンス・フレームワーク、②取締役会の義務、③取締役委員会メンバーの詳細、に関して公表している。ガバナンスコードやOECDガイドラインにも推奨されている取締役の構成や機能強化はガバナンス体制を評価する上で基本的要素であり、中長期的に経営の成果に影響を及ぼすことにつながる。企業のコントロールメカニズムには、外部・内部監視の2つの方法があるが、機関投資家が不在のシンガポールでは内部監視が重要な制度となっている。テマセク社にとって独立性を持った取締役会構成は、ガバナンス上重要な指標である。

取締役に関して、テマセク社の取締役会 (Board of Directors of Temasek) 構造は政策指示を経営陣に与える役割の12人の取締役で構成され、過半数が民間部門の非業務執行独立取締役 (non-executive independent directors) であるとしている。ガバナンス・コードではシンガポール企業として独立性を担保するために「非業務執行取締役 (non-executive directors)」（guideline 2.7）の必要性が規定されている³⁰。またテマセク社は4半期毎に2日間の定例取締役会を開催し、重要投資案件がある場合は必要に応じた取締役会が開催されること、また取締役は、長期戦略的目標、年間予算、国庫への年間監査、投資・売却案件、CEO任命とサクセッション・プラン、取締役変更の事項の決定を行う、と記載している。

小委員会に関しては、執行委員会 (Executive Committee)、監査委員会 (Audit Committee)、リーダーシップ開発 & 報酬委員会 (Leadership Development & Compensation Committee) の3委員会は特定の代表権を以て設立されており、その独立したマネージメントを行う非執行役員 (non-executive director) に議長が任されている。そのなかでも監査委員会は独立取締役のみで構成され、法律や規制に沿った内部統制システムを持ち、財務報告・監査やコンプライアンスを検証することで監督する責任を持つ。また取締役会、委員会の決定プロセスにおいては、テマセク社と特定の利害で対立するかもしれない関係性を持つ取締役は、利害と関係する事項の情報、会議や決定から除外されることが言及されており、取締役会の独立性において一定の取り組みがあることが窺える。

OECDガイドライン (2015) の「国有企業取締役会の責任」において、国有企業の取締役会は、「その戦略的指導機能と経営監視機能を遂行するために必要な権限、能力及び客観性を備えるべきである。さらに誠実に行動するとともに、その行動について説明責任を負うべきである」ことを推奨している³¹。一方、ガバナンス・コードでは、取締役に関して、「すべての会社は、会社を主導し統制する強力な取締役会を設置すべきである (Principle 1)」としている。そのガイド

ラインには、「取締役会は強固でかつ独立性を備えているべきであり、その構成員は少なくとも3分の1は独立取締役とするべきである（guideline 2.1）」と付言されている。以上のように、シンガポールの取締役規定は会社法とコードに表記されており、法と規制を重視するテマセク社にとって、その原則に従う形で取締役を構成しているといえよう。

第11図は、テマセク社の取締役メンバー一覧である。外国人取締役4人、女性取締役1人、その出身も官僚、他のSOEs役員、内外の民間企業などと多様な人材構成となっている。ガバナンス・コードでは「取締役会と会社の経営を執行する役員の責任は、明確に分担されるべきである。いかなる個人にも権限が大きく集中してはいけない（Principle 3）」と規定されており、そのガイドラインには原則として「取締役会長（chairman）は最高経営責任者（CEO）を兼任すべきではない（guideline 3.1）」とある。ガバナンス改革では、会長とCEO分離は経営執行役と監督役を分離する意味からも重要な取り組みである。特に単層構造（single unit）の取締役構造であるシンガポールでは、ガバナンス上の最も推奨される取り組みである。テマセク社においては、第11図から会長とCEOは別の取締役によって担当されていることがわかり、執行監督機能を分離し強化していることが窺える。

第11図 テマセク社取締役メンバー一覧（2020年3月31日時点）

	取締役	執行役員会	監査委員会	LDCC委員会
Lim Boon Heng	会長	会長		会長
Cheng Wai Keung	副会長	メンバー		
Bobby Chin YC	メンバー		会長	
Fu Chengyu	メンバー			
Goh Yew Lin	メンバー	メンバー		
Ho Ching	ED & CEO	メンバー		メンバー
Stephen Lee CY	メンバー	メンバー		メンバー
Lee Theng Kiat	ED	メンバー		
Robert Ng CS	メンバー	メンバー		
Teo Ming Kian	メンバー		メンバー	メンバー
Peter R Voser	メンバー			メンバー
Marcus Wallenberg	メンバー			
Robert B Zoellick	メンバー			

(注) LDCC：リーダー開発・報酬委員会

ED：常務取締役

(出所) Temasek Holdings (2020), Temasek Review,

[<https://www.temasekreview.com.sg/institution/board-of-directors.html>] より作成。

[2021.1.05]

5. 総括 — 国家とガバナンスの関わり

シンガポール政府はテマセク社が支配する GLCs を通して企業活動に関与しており、また多様な産業に従事する GLCs がシンガポール経済を支えている [Ramirez & Tan 2003]。テマセク社の形成過程で検討したように、GLCs はシンガポール経済の変容の過程において重要な役割を果たしてきた。一般に、SOEs の所有構造の視点から見て指摘される問題点は、政府が株主であることである。すなわち株主の関与の仕方によって、多様なスタークホルダー間の対立や経営の干渉や監視の低さなどのエージェンシー問題が浮上する。SOEs が多国籍化し、グローバル化する現象の中で、OECD は多国籍企業ガイドラインに続き、SOEs ガバナンスガイドラインを公表してその問題点を喚起している。

しかしながら、このような背景のなかでテマセク社のガバナンスの基準は他の上場企業のそれよりも高いことが多くの研究から指摘されている [Chen 2016, Sim et al. 2014, Loh 2018, 2020]。こうした高いガバナンス志向性を果たしているテマセクモデルの制度的要因として、Chen は自己規制を支える強い政府のガバナンス、外国投資との競争、マーケットリーダーとなる政府の願望の3点を挙げている。また政府ガバナンス志向の高さ (good public governance) が高い基準の企業ガバナンス (good corporate governance) を導いている、と指摘している [Chen 2016, p.362]。

World Economic Forum 調査の国際競争力指数ランキングが「Global Competitiveness Report 2019」で公表されている。シンガポールは 141 カ国の中で 1 位 (スコア 84.8) であった。また IMD 調査の「The IMD World Competitiveness Scoreboard 2020」では 63 カ国・地域の中で 1 位と、ビジネス規制や労働市場などが総合的に評価されている。これらの指標は政府の戦略的な施策の結果といえ、シンガポールの国際競争力やビジネス環境が評価につながったものであろう。また政府は 1965 年の独立後に圧縮型経済発展を実現し、2 度の金融危機を除き、今日まで一貫して経済発展を維持している。これは 1963 年に Lee Kuan Yew によって結成された PAP による長期間の政治的安定、管理された経済・産業施策、テマセク・モデルとして検証した GLCs に対する政府規制の少なさや不干渉政策によると考えられる。

加えて、シンガポール政府は法制度の確立や腐敗の少なさなど政府統治のインテグリティの基盤がある。これらにより、ガバナンス体制構築においても政府の主導的リーダーシップのもとで可能になったとも言えよう。必然的に政府のあり方はガバナンス体制も反映し、これは法規制 (会社法、証券規制) やガバナンス・コード策定など、時期に合わせて改訂を重ねて進展してきていることから理解できる。以上のようにシンガポールは政府主導の開発型経済の下で発展した国家であり、Sim et al. [2014] は、独立以降、シンガポール政府が経済や企業に主導的に関わり発展に導く現象について、シンガポールは社会主義体制ではないが、「国家資本主義 (state capitalism)」であることを指摘している。このようにシンガポールでは、政府の独立以降の開発

体制が“テマセクモデル”を実現したといえよう。しかし、こうした政府主導下でのガバナンス体制も問題がないわけではない。政府が見落としてきた課題、例えば少数株主保護などの株主文化の対応など、市場規模が小さい資本市場環境では個人株主が育ちにくい問題もある。外部監視の視点から見ても、機関投資家や個人投資家の不在による市場型のガバナンスの欠如など変化の推移を見る必要がある。

注

- 1 独立前のシンガポールは中継貿易港として発展をしていたため、製造業が育成されておらず失業率も高い状況であった。しかし独立後は、輸入代替期、外資を梃子にした輸出志向工業化を経て 1980 年代には技術資本集約型産業構造の高度化を図り、短期間での発展を達成した。それは PAP による一党独裁体制の中で達成したものであった。このようなアジア諸国に共通の発展に関して「開発独裁」という用語を用いて解釈する場合がある。これは急速な経済発展を目指すために国民の政治的関与を抑圧して、政治権力を正当化する体制であるとされる。しかし堀金 [2004, p.143] はアジア型経済発展、またそれを支える国家・政府のあり方に対する興味は、開発独裁、開発主義、開発体制など様々な概念を生んできたが、一定の合意を持って確定した定義下で使われていないとしている。また谷浦 [2003] は、開発独裁という概念は東アジア (アジア NIEs) の工業化過程で一時的に出現した国家形態であるとし、再検討が必要としている。それは権威主義の開発国家と呼ばれ、権威主義と開発主義を兼ね備える特殊な形態であると述べている。
- 2 岩崎 [1994, p.4] は開発独裁という語に対して、その経済発展プロセスにおいて経済開発を指向する政治体制を「開発体制」と呼んで分析している。また国家が経済活動に多様な手段・方法で介入する資本主義のあり方は「国家資本主義 (state capitalism)」といわれ、近年アジア地域の経済発展を同概念の視点から分析する研究も増えている。
- 3 SOEs に関する OECD による定義は、「国内法によって企業と認知され、国が所有権を行使する法人とする。このような国有企業 (SOE) には、株式会社、合同会社、株式合資会社なども含まれる。さらに、特定法律を通じて設立された法人格を持つ法廷法人についても、その目的と活動、又は活動の一部が概ね経済性を持つ場合は国有企業 (SOE) とみなされる。」とされている [OECD 2015 「適用性及び定義」]。
- 4 SOEs コーポレートガバナンス原則は、『OECD コーポレートガバナンス原則』を補完するものとして初版は 2005 年に公表された。以後、大幅改正を行って 2015 年に公表されたものを本稿では参考にしている。
- 5 会社法上、設立できる会社形態である株式有限責任会社、保証有限責任会社、無限責任会社については会社法 17 条 2 項、また公開株式会社については 18 条 1 項に規定されている。『改訂シンガポール会社法 2018』 (Republic of Singapore Companies Act/CHAPTER50)。
- 6 ACRA, [https://www.acra.gov.sg/] [2020.12.20]
- 7 SGX (2020), “Market Statistics Report”, January. [https://api2.sgx.com/sites/default/files/2020-02/SGX%20Monthly%20Market%20Statistics%20Report%20Jan%202020_FA.pdf] [2020.12.20]
- 8 Centre for Governance, Institutions and Organisations (CGIO), Business School, National University of Singapore (2016), *Spearheading best practices and ideas for corporate governance and sustainability*, [http://bschool.nus.edu.sg/Portals/0/docs/CGIO/cgio-brochure-final-dec2016.pdf] [2016.11.05]
ただし、SGX に上場している家族企業は限られており、民間部門としては OCBC (華僑銀行)、UOB

の金融機関が家族経営を維持しながら上場している。

- 9 CityWier Asia, “The top performing family businesses listed in Singapore”, 24 May 2019.
<https://citywireasia.com/news/the-top-performing-family-businesses-listed-in-singapore/a1231301>
 他に、Marleen Dieleman et al. (2011), *Asian Family Business: Success and succession*, CGIO など NUS ビジネススクールの一連の研究がある。上記したように、近年シンガポールにおいて家族・同族企業に関する研究が散見されるようになってきている。これらは新興国を中心に重要な企業形態でもあり、また多国籍化しているケースもみられる。こうした同族・家族企業のガバナンスのあり方についての分析は別稿に譲りたい。
- 10 政府関連企業（GLCs）とは、テマセク社、あるいは他の行政機関、法定機関を通して政府が20%以上の議決権株を保有する企業のことを指す。（2002年8月27日国会討議）[伊瀬知、横越 2004, p.3] SOEs という用語は国有企業や国営企業などの公企業を指している。シンガポールでは SOEs に対応する語として主に GLCs を用いる場合が多い。本稿ではシンガポールの SOEs をさす用語として GLCs を用いる。
- 11 ガバナンスコードガイドラインに沿って実施を表記することであり、またベストプラクティス・ガイド（SGX-ST Best Practice Guide）からの乖離があり、遵守されない場合等は情報を開示すべきとする規則。（2003年1月1日以降の株主総会において説明が義務づけられた。）
- 12 SGX, “Listing Rules to Strengthen Corporate Governance and Foster Greater Disclosure”, [http://rulebook.sgx.com/sites/default/files/net_file_store/SGX_Mainboard_rules_September_29_2011_ amended2.pdf]
- 13 CLSA (2018), *CG Watch 2018 Hard Decisions: Asia Faces Tough Choices in CG Reform*, December 2018. 同報告書では日本は2016年3位、2018年7位となっている。前回は5項目の調査であったが、2018年調査でより実態を反映するよう7項目に改正している。CLSA (2016) “*CG Watch 2016: Ecosystems matter: Asia’s Path to better home-grown Governance*”.
- 14 Asia Nikkei, “Singapore corporate governance worse than in neighbors”, 14 October, 2020.
- 15 CLSA (2018), op,cit., p.320.
- 16 CGIO, “Governance and Transparency Index 2020—General Category 2020”, 4 Aug. 2020. [https://www.sid.org.sg//images/PDFS/SGTI2020/CGIO-SGTI-General-Category-Ranking-Results-By-Scores-2020.pdf]
- 17 アセスメント評価基準は以下資料に詳しい。[https://bschool.nus.edu.sg/cgio/wp-content/uploads/sites/7/2018/10/CGIO-SGTI-Assessment-Framework-2017.pdf] [2020.12.25]
- 18 Loh, Lawrence (2018), “ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Report for Singapore 2018” SID, CGIO, NUS, 3 April 2018.
- 19 その代表例に、シンガポールのリークワンユー政権、インドネシアのスハルト政権、フィリピンのマルコス政権などが挙げられる。
- 20 Temasek 社 HP, “Steward, A Trusted Steward” [https://www.temasekreview.com.sg/steward/a-trusted-steward.html] [2021.1.5] またテマセク社はシンガポール政府投資公社（GIC）、中央積立基金（CPF）、シンガポール金融管理局（MAS）、住宅開発庁（HDB）、JTC コーポレーションとともに、第5計画機関（Fifth Schedule Entity）であることが記されている。これはシンガポール憲法のもとで、積立金は保障され、過去の積立金を使用するには、大統領の承認が必要となる、という機関である。[Puchniak & Lan 2017, p.36]。
- 21 Sim et al. [2014, p.14] によれば、SOEs に対して GLCs を用いることは経営上のインプリケーション

- がある。それは、政府と一定の距離を保ち明確な事業権限を持った経営、GLCs の上場とグローバル経営、GLCs の独立取締役、監査の独立性や会長と CEO の分離などによる透明性など、従来の公企業の性質とは異なった性質である。
- 22 Ho-Chin 氏 (Lee Kuan Yew の妻) が CEO に就任した同年に企業年報 (Temasek Review) が公開され、「テマセク憲章」の設定がなされた。このような情報開示は、投資会社として積極的に国内外投資を行う上で対外的に情報開示をする意味合いがあると思われる。
- 23 現在、世界的に年金基金、外貨準備の運用など政府資金運用を積極的に行う国家の投資機関を政府系ファンド (SWFs) と呼ぶ。国際金融市場での投資額が増大し、投資手法が多様化するにつれて注目を集めるようになり、IMF、BIS やモルガン・スタンレーレポートなど金融機関がその実態を検証する多くの研究がなされてきている。筆者はテマセク社が SWFs として世界で認識されるようになった経緯を投資戦略の変化の視点から分析を行った [中村 2013]。
- 24 SWFI の Linaburg-Maduell Transparency Index によるとテマセク社は最も透明性が高い基準 (10 point) で現時点でも評価されている。[<https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>][2020.12.05]。
- 25 経営者モデルとは基金の法的オーナーとして、アセットマネージャーに資産運用の指示を出すタイプであり、投資家モデルとはファンドの資産を所有するのみならず政府が投資会社を立ち上げ、戦略的に投資を実施するタイプである。
- 26 政府資金と運用の関係については [中村 2013] を参照。
- 27 Temasek Holdings [<https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/our-purpose>]
- 28 Santiago Principle (サンチャゴ原則) とは SWFs のボランタリー行動規範「SWFs に係る一般に認められた原理と慣行 (Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices)」である。マクロ経済や市場に影響を与え得る公的資金の運用主体に透明性や情報開示を持たせるための自主原則。政治的利害を持つ公的な投資主体が資本市場において運用を行うことで起きる市場の歪みなど、問題点が常に指摘される。こうした公的主体がガバナンス問題や投資行動におけるベストプラクティスに取り組むことが必要とされる。
- 29 2章2節、脚注 (24) 参照のこと。
- 30 独立取締役に関するコードでの定義は以下のように規定されている。「独立取締役」は、経営者が会社利益のために独立した経営判断を行使する上において、会社、関連会社、10%以上を保有する株主、またはその役員との間に妨げるになる関係、または合理的に妨げると認識される関係がない取締役を指す (guideline 2.3) [Mas 2012]。ガバナンスコードに関しては、[中村 2017, pp.58-59]
- 31 付則には取締役会の役割として、業績に対する最終責任を負う、その役割を会社法で定義する、所有者に対する十分な説明責任を負う、最高経営責任者の任命と解任の権限を持つ、長期的視点からの役員報酬の設定、取締役構成の客観性かつ独立性が備わった判断を下す、またその適格性、取締役会の一連の作業の政治的干渉の制限のメカニズムの導入、最高経営責任者と会長の分離、取締役のスキルと独立性、独立取締役で構成される特別委員会、内部監査機能の確立、が推奨されている。

参考文献

- 伊瀬知強, 横越純 (2004) 「シンガポールにおける公企業の民営化」『自治体国際化フォーラム』。
- 岩崎育夫 (1994) 「ASEAN 諸国の開発体制論 (第一章)」, 「シンガポールの開発体制 (第三章)」, 『開発と政治: ASEAN 諸国の開発体制論』 アジア経済研究所。
- 上田純子 (2005) 「シンガポールの企業統治と企業法制改革」『東アジアの企業統治と企業法制改革』 アジア経済研究所。
- 谷浦孝雄 (2003) 「開発独裁の再検討」『共栄大学研究論集』第2号。
- 中村みゆき (2004) 「シンガポールの政府持株会社テマセク社の株式売却に関する考察 —民営化政策による公的支配への影響—」『アジア研究』アジア政経学会、第50巻4号。
- 中村みゆき (2013) 『政府系ファンドの投資戦略と投資家動向 —シンガポールにおける事例研究—』 税務経理協会。
- 中村みゆき (2017) 「シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス —ガバナンス・コード導入のプロセスと意義—」『創価経営論集』第41巻2号。
- 林孝宗 (2010) 「シンガポールにおけるコーポレートガバナンス—取締役会の機能と独立取締役の役割を中心に—」『社会学論集』vol.16。
- Teo Besey (2003) 「シンガポールにおける民営化と contracting out の動向」日本政策投資銀行, シンガポール駐在員事務所。
- 堀金由美 (2004) 「『開発主義』の系譜 —開発独裁、developmental state、開発主義」『政経論叢』73(1-2) 明治大学。
- ACRA, Republic of Singapore Companies Act (Chapter 50) (NNA (2018) 『改訂シンガポール会社法 vol.1, vol.2』)
- Berle, A. A & Means, G.C.(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Company, (北島忠夫訳『近代株式会社と私有財産』), 文雅堂銀行研究社, 1958年。
- CGIO, “Governance and Transparency Index 2020 — General Category 2020”, 4 Aug. 2020. [https://www.sid.org.sg//images/PDFS/SGTI2020/CGIO-SGTI-General-Category-Ranking-Results-By-Scores-2020.pdf]
- Chang, Sea-Jin (2016), “The Performance of SOEs in China: An Empirical Analysis of Ownership Control through SASACs”, Presentation at SOE Roundtable on December 2016, CIMA, NUS.
- Chen, Christophoer (2016), “Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China”, Vol.36, *Northwestern Journal of International Law & Business*.
- CLSA (2016), “CG Watch 2016 Ecosystems matter Asia’s path to better home-grown governance”, September 2016.
- CLSA (2018), *CG Watch 2018 Hard Decisions: Asia Faces Tough Choices in CG Reform*, December 2018.
- Dieleman, Marleen, Yupana Wiwattanakatang and Shim Jungwook (2011), Drawing a portrait of Family Firm Governance in Singapore A Study of SGX-Listed family firms, FBN Asia, CGIO, NUS, November.
- Koh, Joyce & Annabelle Yip (2018), “The Evolution of Corporate Governance in Singapore,” *Boardroom Matters Vol. II, SID*.
- IMF (2020), “Chapter3 State-Owned Enterprises : The Other Government”, Fical Affairs Dept., April.
- ISS (2013), “Transparency. Inclusiveness. Global Expertise. 2014 Regional Overview — Asia-Pacific”, 19

December.

- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), "Theory of the firm Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, No.4.
- Loh, Lawrence (2018), "ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Report for Singapore 2018" SID, CGIO, NUS, 3 April 22018.
- Loh, Lawrence (2020), "Corporate Governance in an Era of Extreme Risk: Performances and Preparedness", 4 August 2020, *Findings of the Singapore Governance and Transparency Index 2020*, Singapore Governance and Transparency Forum.
- Mak Yuen Teen (2006), "*Corporate Governance of SOEs; Singapore Perspective*", OECD. [<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37340186.pdf>]
- Mak Yuen Teen (2007), "Improving the Implementation of Corporate Governance Practices in Singapore", Monetary Authority of Singapore and Singapore Exchange.
- MAS (2012), *Cord of Corporate Governance*.
- MOF (2008), *MOF Committee of Supply Debate 2008*, COS Speech by Mrs Lim Hwee Hua, Minister of State for Finance and Transport, p.14.
- Ng, Wei Jie Nicholas (2018), "Comparative Corporate Governance: Why Singapore's: Temasek Model Is Not Replicable in China", *INTERNATIONAL LAW AND POLITICS*, Vol.51.
- NUS Business school (2013), "The Six Executive Development Strategies of Family and Non Family in Singapore", NUS.
- OECD (2014), "Managing State assets to achieve developmental goals: The case of Singapore and other countries in the region", Workshop on State-Owned Enterprises in the Development Process, Grant Kirkpatrick.
- OECD (2015), "OECD Guideline on Corporate Governance of State Owned Enterprises", 2015, Edition. (OECD (2015) 「OECD 国有企業 SOE のコーポレートガバナンス・ガイドライン」2015 年度版)
- OECD (2018), *Ownership and Governance of State-Owned Enterprises: A Compendium of National Practices*.
- Puchniak, Dan W. & Luh Luh Lan (2017), "Independent Directors in Singapore Puzzling Compliance Requiring Explanation", NUS Working Paper 2015/006, *NUS Centre for Law & Business Working Paper* 15/03.
- PwC (2016), *Successful Family Businesses: Generation after generation*.
- Ramirez, Carlos D. and Tan, Ling Hui (2003), "Singapore Inc. versus the private sector: Are government - Linked Companies Different?", *IMF Working Paper, IMF, July*.
- Sim, Isabela, Steen Thomsen and Gerald Yeong (2014), "*The State as Shareholder: The Case of Singapore*", CIMA & CGIO, June.
- SIAS (2020), *Corporate Disclosure on Business Integrity in ASEAN*, In collaboration NUS, Oct. 2020.
- SWFI, Linaburg-Maduell TransparencyIndex, [<https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>] [2020.12.05].
- Temasek Holdings (2020a), *Temasek Review 2020*.
- Temasek Holdings (2020b), *Temasek Investor Presentation* (Information as at 14 September 20)